

广州控股 (600098.SH) 火电行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

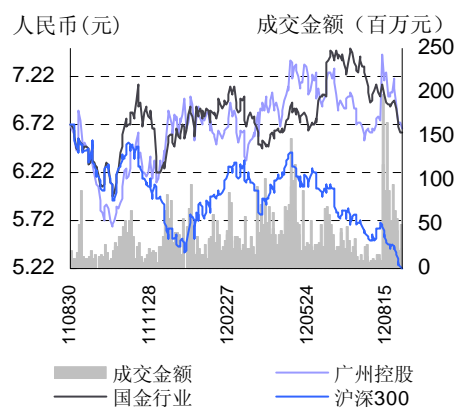
市价(人民币): 6.68元

业绩符合预期, 期待价值重估

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,059.20
总市值(百万元)	183.18
年内股价最高最低(元)	7.44/5.65
沪深 300 指数	2211.37
上证指数	2052.59



相关报告

- 《明确参加页岩气招标, 成公司价值回归催化剂》, 2012.8.14
- 《低估, 等待价值重估》, 2012.7.25
- 《注入广州燃气, 迎来发展向上的拐点》, 2012.5.4

邬煜

联系人
(8621)61038200
wuyu@gjzq.com.cn

赵乾明

分析师 SAC 执业编号: S1130511030017
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.362	0.186	0.406	0.682	0.906
每股净资产(元)	4.47	4.44	5.13	5.61	6.31
每股经营性现金流(元)	0.37	0.26	0.72	1.01	1.26
市盈率(倍)	23.06	37.06	16.45	9.80	7.37
行业优化市盈率(倍)	15.60	13.47	13.47	13.47	13.47
净利润增长率(%)	5.05%	-48.55%	190.01%	67.89%	32.92%
净资产收益率(%)	8.11%	4.20%	7.92%	12.16%	14.35%
总股本(百万股)	2,059.20	2,059.20	2,742.22	2,742.22	2,742.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 12 年半年报, 实现营业收入 71.94 亿元, 同比增长 4.44%; 实现归属于上市公司股东净利润为 4.38 亿元, 同比增长 22.28%; 实现 EPS 为 0.187 元, 符合预期。

经营分析

- **电力业务:** 上半年, 受到广东省用电量增速下滑和广州市南部电网改造的影响, 公司主要机组的发电和上网电量增速有所下滑, 但是依靠恒益、红海湾电厂的完全投产、上网电价的上调以及 6 月份以来煤价的快速下跌, 公司发电业务收入仍较同期增长 8%, 毛利率提升 1.75 个百分点。
- **燃料业务:** 虽然上半年煤炭市场和航运市场的景气度快速下滑, 但是公司通过调整经营策略和加强内部管理的方式实现了燃料业务收入的稳定增长, 但是由于 6 月份以来, 煤炭价格的急跌还是导致公司燃料业务的毛利率水平下滑了 2 个百分点左右。
- **燃气业务:** 广州燃气注入公司后, 公司燃气业务资产和经营规模迅速扩大, 在保持销量快速增长的同时, 公司加大力度拓展价格传导能力较强和价差大的工商业用户, 加上剥离液化石油气业务导致的成本下降, 公司燃气业务盈利能力也大幅提升, 毛利率较同期提升了 14.34 个百分点。

盈利调整

- 我们维持之前的盈利预测, 预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.406 元、0.682 元和 0.906 元; 其中燃气业务 EPS 分别为 0.11 元、0.23 元和 0.41 元。

投资建议

- **公司价值仍被低估:** 按照公司 8 月 30 日收盘价 6.68 元来看, 市值 184 亿元; 我们仍然认为该市值严重低估了公司现有的电力和燃气分销业务。
- **1 年内推动价值重估回归驱动力强:** 未来 12 个月内, 我们判断公司将迎来事件性和业绩这 2 方面的因素, 打消 A 股市场投资者对公司估值和价值的疑虑, 推动股价向价值重估方向回归。

事件：公司公布 2012 年半年报

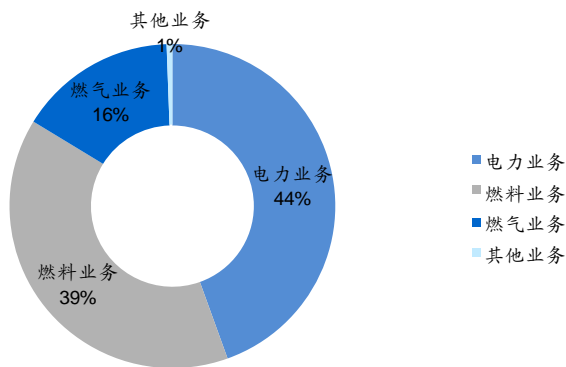
- 公司发布 12 年半年报，实现营业收入 71.94 亿元，同比增长 4.44%；实现归属于上市公司股东的净利润为 4.38 亿元（扣非后为 4.29 亿元），同比增长 22.28%（扣非后为 28.25%）；实现 EPS 为 0.187 元（扣非后为 0.183 元），符合预期。

我们的分析与点评

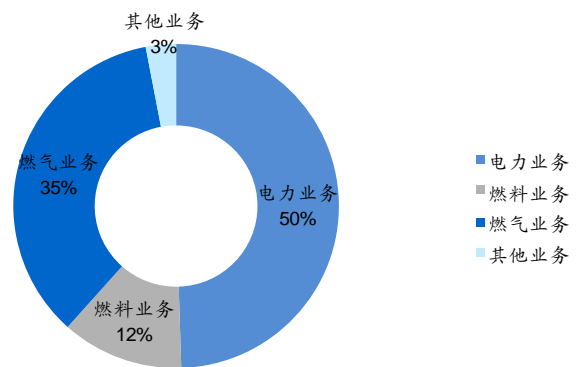
业绩符合预期，燃气业务增速明显

- 公司上半年业绩符合预期，报告期内成功实现了集团主营业务的整体上市，广州燃气正式进入上市公司体内，公司也成为了以电力、煤炭和城市燃气三大核心业务为主体的综合能源商。

图表1：公司 2012H 主营业务收入占比



图表2：公司 2012H 主营业务毛利占比



来源：公司半年报，国金证券研究所

- **电力业务：**上半年，受到广东省用电量增速下滑和广州市南部电网改造的影响，公司主要机组的发电和上网电量增速有所下滑，但是依靠恒益、红海湾电厂的完全投产、上网电价的上调以及 6 月份以来煤价的快速下跌，公司发电业务收入仍较同期增长 8%，毛利率提升 1.75 个百分点。
 - 从公司上半年的成本情况分析，我们认为公司上半年的平均煤价较同期相比增加 25-30 元/吨，如果后期煤价保持目前水平，我们判断全年煤炭价格较同期下降 3-5%，因此下半年公司电力业务的盈利能力将继续提升。

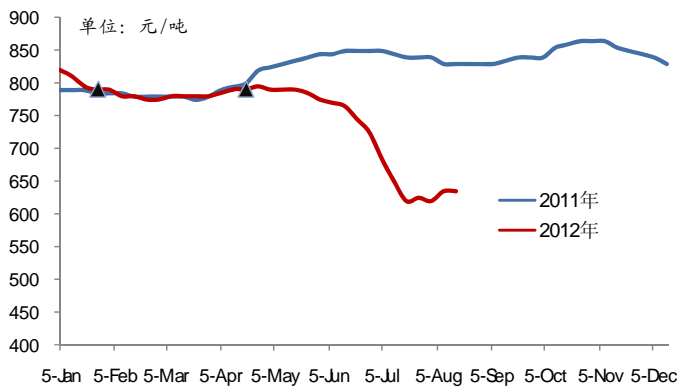
图表3：公司控参股电厂 2012H 发电量和上网电量情况

单位：亿度	2012H		2011H		增速	
	发电量	上网电量	发电量	上网电量	发电量	上网电量
珠江电厂	37.01	34.76	37.82	35.63	-2.14%	-2.43%
珠江LNG	9.86	9.58	10.80	10.52	-8.67%	-8.90%
恒益电厂	27.17	25.66	--	--	--	--
沙角B	19.50	17.66	18.01	16.46	8.26%	7.27%
粤黔电力	68.63	64.48	67.78	64.02	1.26%	0.72%
红海湾	70.69	66.63	35.02	33.04	101.86%	101.66%
合计	232.86	218.77	169.42	159.66	37.44%	37.02%

备注：恒益电厂两台机组二季度全面投入运行；红海湾四台机组全部投产；中电荔新#1机组于8月11日通过168；都匀电厂项目建设进展顺利，计划年内实现机组双投；珠江电厂超超临界燃煤机组支持性批文已全部取得，节能评估报告和项目核准申请已申报发改委

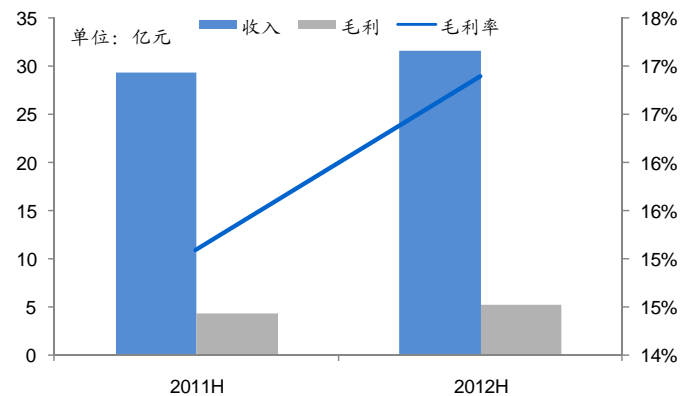
来源：公司半年报，国金证券研究所

图表4: 2012年以来煤价下跌明显



来源: 国金证券研究所注: 煤炭价格为秦皇岛 5500 大卡价格

图表5: 公司发电业务毛利率显著回升



- **燃料业务:** 虽然上半年煤炭市场和航运市场的景气度快速下滑, 但是公司通过调整经营策略和加强内部管理的方式实现了燃料业务收入的稳定增长, 但是由于 6 月份以来, 煤炭价格的急跌还是导致公司燃料业务的毛利率水平下滑 2 个百分点左右。
 - 燃料公司上半年销售市场煤 333.31 万吨, 同比增长 13.17%, 市场占有率达到 20.56%;
 - 发展航运公司和中发航运公司上半年完成货运量 313.63 万吨, 同比增长 1.79%;
 - 发展碧辟公司上半年完成仓储租赁量 150.91 万立方米, 同比增长 12.27%, 完成船加油 1.58 万吨;
 - 港发码头公司上半年完成吞吐量 94.7 万吨, 同比增长 1.94%。

图表6: 公司燃料业务盈利预测与假设

项目	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
煤炭销售业务									
权益 (%)	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%
煤炭销售量 (万吨)	375.48	560.11	591.21	625.34	718.88	784.48	823.70	848.42	873.87
YOY (%)	-2.07%	52.12%	5.55%	5.77%	14.96%	9.13%	5.00%	3.00%	3.00%
吨煤炭销售单价 (元/吨)	471.97	519.55	679.32	508.07	622.94	691.29	620.00	620.00	620.00
煤炭销售收入 (百万元)	1772.16	2910.05	4016.21	3177.18	4478.19	5423.05	5106.96	5260.17	5417.98
吨煤炭销售成本 (元/吨)	437.08	468.35	629.68	480.65	569.57	652.08	590.00	590.00	590.00
煤炭销售成本 (百万元)	1641.14	2623.25	3722.74	3005.68	4094.49	5115.44	4859.85	5005.65	5155.82
吨煤炭销售净利润 (元/吨)	19.07	25.12	29.71	17.21	27.57	17.00	12.00	12.00	12.00
煤炭销售净利润 (百万元)	71.59	140.70	175.64	107.64	198.22	133.34	98.84	101.81	104.86
归属母公司净利润 (百万元)	46.53	91.46	114.17	69.96	128.84	86.67	64.25	66.18	68.16
贡献EPS (摊薄后)	0.02	0.04	0.05	0.03	0.06	0.04	0.02	0.02	0.03
经营收入 (百万元)	1772.16	2910.05	4016.21	3177.18	4478.19	5423.05	5106.96	5260.17	5417.98
经营成本 (百万元)	1641.14	2623.25	3722.74	3005.68	4094.49	5115.44	4859.85	5005.65	5155.82
毛利率 (%)	7.39%	9.86%	7.31%	5.40%	8.57%	5.67%	4.84%	4.84%	4.84%

来源: 国金证券研究所

- **燃气业务:** 广州燃气注入公司后, 公司燃气业务资产和经营规模迅速扩大, 在保持销量快速增长的同时, 公司加大力度拓展价格传导能力较强和价差大的工商业用户, 加上剥离液化石油气业务导致的成本下降, 公司燃气业务盈利能力也大幅提升, 毛利率较同期提升了 14.34 个百分点。
 - 上半年燃气集团销售管道天然气 3.57 亿立方米, 同比增长 30%。其中工业用户完成售气量 4544 万立方米, 同比增长 85.4%; 商业用户完成售气量 7002 万立方米, 同比增长 15.43%。

- 上半年公司工商业销售占比从同期的 30.98%提升至 32.33%，同时上半年新增非居民签约气量 20.37 万立方米/日，为后续工商业用气量的提升奠定了基础。

图表7: 公司燃气业务盈利预测和假设

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
Revenue				1,756.03	2,549.79	4,656.72	7,923.42
供气量							
天然气 (亿立方米)	5.60	6.09	8.21	14.04	23.30		
居民用户		1.40	1.70	1.90	2.10		
公福用户		0.50	0.54	0.55	0.57		
商业用户		1.20	1.46	2.00	2.60		
工业用户		0.20	1.00	3.50	6.00		
分销用户		1.48	2.20	3.50	4.50		
直供用户		1.31	1.31	1.31	1.31		
分布式能源用户					1.28	6.23	
西村项目					0.54	4.29	
从化项目					0.74	0.99	
广药白云基地						0.34	
白云机场						0.61	
花都空港经济区							
广州南站							
花都汽车城							
含税单价							
天然气 (元/立方米)							
居民用户		3.45	3.45	3.45	3.45		
公福用户		3.70	3.70	3.70	3.70		
商业用户		4.85	4.85	4.85	4.85		
工业用户		4.85	4.85	4.50	4.50		
分销用户		2.35	2.35	2.35	2.35		
直供用户		2.21	2.21	2.21	2.21		
分布式能源用户		3.70	3.70	3.70	3.70		
含税收入 (百万元)		1984.31	2881.26	5262.10	8953.47		
税后收入 (百万元)		1756.03	2549.79	4656.72	7923.42		
Cost				1,371.25	1,942.30	3,569.65	6,123.33
购气成本 (百万元)				1,019.25	1,505.20	3,102.07	5,637.37
天然气							
气损率(%)		3.00%	3.00%	3.00%	3.00%		
供气量 (亿立方米)		6.09	8.21	14.04	23.30		
购气量 (亿立方米)		6.28	8.46	14.47	24.02		
其中: 中石油供气量				2.88	7.90	13.44	
大鹏购气量		5.58	5.58	5.58	5.58		
珠海LNG购气量					1.00	5.00	
现货气购气量				0.70			
中石油单位购气成本 (元/立方米)		3.0000	3.0000	3.0000	3.0000		
其中: 购气单价		2.7400	2.7400	2.7400	2.7400		
管输费		0.2600	0.2600	0.2600	0.2600		
大鹏气单位成本 (元/立方米)		1.5000	1.5000	1.5000	1.5000		
珠海LNG单位成本 (元/立方米)					3.0000	3.0000	
现货气单位成本 (元/立方米)		4.5000	4.5000	4.5000	4.5000		
不含税天然气购气成本 (百万元)		1,019.25	1,505.20	3,102.07	5,637.37		
天然气购气款		1,151.75	1,625.99	3,300.06	6,020.66		
天然气中游管输费		0.00	74.89	205.28	349.57		
Depreciation (百万元)		200.00	277.50	300.00	310.00		
Staff Cost (百万元)		152.00	159.60	167.58	175.96		
New Added Fixed Assets				1,550.00	450.00	200.00	
Fix Assets		4,000.00	5,550.00	6,000.00	6,200.00		
Depreciation Rate(%)		5.00%	5.00%	5.00%	5.00%		
Gross profit margin				21.91%	23.83%	23.34%	22.72%

来源: 国金证券研究所

公司价值仍被低估，期待价值回归

公司价值仍被低估

- 按照公司 8 月 30 日收盘价 6.68 元来看，市值 184 亿元；我们仍然认为该市值严重低估了公司现有的电力和燃气分销业务。
 - 电力业务被低估：上半年公司由于基数原因，煤价较同期仍小幅上涨 25-30 元/吨左右，但是利用小时基本保持稳定，考虑到 6 月开始的煤价大幅下跌将主要反映至下半年的业绩，因此**公司电力业务在今年下半年和明年的盈利能力大幅回升，但股价并没有反应这一有利变化。**
 - 燃气业务被低估：2009-2011 年广州控股股价波动中枢在 6-7 元/股，对应市值 123.6-144.1 亿元（未摊薄前股本计算），这可看作公司非燃气业务的衡量市值；截至 8 月 30 日，深圳燃气市值 173 亿元，广州控股市值仅比深圳燃气高 11 亿元，**对比深圳燃气，广州和深圳经济体量与人口规模类似，当前和远期供气量目标来比较都处于同一水平**，而目前市值相当于广州燃气市值为 40-60 亿元，明显低估

图8：广州控股近三年价格中枢为 6-7 元/股



来源：同花顺，国金证券研究所

图9：广州控股近三年市值中枢为 125-145 亿元



- 我们仍然维持之前的盈利预测，预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.406 元、0.682 元和 0.906 元；其中电力业务 EPS 分别为 0.29 元、0.39 元和 0.42 元，燃气业务 EPS 分别为 0.11 元、0.23 元和 0.41 元。
 - 这一盈利水平对应的估值水平为 16x12PE、10x13PE 和 7x14PE；按中报 4.510 元的每股净资产为基数，不考虑分红计算的 2012-2013 年 PB 分别为 1.30x12PB 和 1.19x13PB。

对低估原因的分析

- 在我们的前期推荐中，“量价齐升”逻辑为市场所认可；那为什么在煤价加速下跌、电力股上涨时公司电力业务被市场忽视？为什么燃气业务量价齐升逻辑得到市场认可仍不反应到股价？
- 我们分析认为原因如下：
 - ◆ 多元化业务影响了估值，在煤价下跌时、或者燃气分销量上涨时，市场更为侧重选择业绩弹性最大的投资标的。
 - ◆ 在整个经济和整体市场走势不明朗的环境下，投资机构的投资周期短期化，更为关注个股的短期催化剂，而公司作为公用事业股，从盈利模式和行业属性上看，缺乏催化因素。
 - ◆ 燃气分销行业对于 A 股市场是个新兴行业（缺乏足够的代表性标的，不象 H 股标的众多），二级市场投资者由于对该领域盈利特性的不了解，使得他们**在看到燃气分销的公用事业属性后，对新增气源可以推**

动燃气分销商享受阶段性高增长的逻辑存有疑虑，更愿意等待真实的供气量和利润数据来证实。

对公司股价价值回归驱动力的分析

- 我们判断：未来 12 个月内，公司将迎来 2 方面的因素，打消上述 A 股市场投资者对公司估值和价值的疑虑，推动股价向价值重估方向回归。
 - ◆ 事件性刺激：西气东输二线气源价格高于大鹏气的事实、公司垄断广州需要找到足够气源气化广州的任务等，都将推动管理层多方出击，从气源和价格角度去为广州提供清洁能源做贡献。
 - ◆ 业绩的证明：煤价下跌对发电业务盈利的影响将在今年下半年开始显现，同时由于今年西二线新增气源供应，公司今年开拓新天然气用户的努力，会在今年底有一个累积的成果显现，届时这 2 个因素都会反应在今年的年报业绩和市场对明年公司一致预期盈利预测的提高上。

盈利预测和投资建议

- 我们维持之前的盈利预测，预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.406 元、0.682 元和 0.906 元；其中燃气业务 EPS 分别为 0.11 元、0.23 元和 0.41 元。
- 采用分部估值法，给予目标价 10.50~11.88 元，建议买入。
 - ◆ 经过我们拆分测算，考虑定增股本摊薄后，公司现有业务 12-14 年 EPS 为 0.30、0.45 和 0.49 元，燃气业务 12-14 年 EPS 为 0.11、0.23 和 0.41 元。
 - ◆ 现有业务为传统地方公用事业商（以火电为主），参照行业内典型火电公司的 PE 估值水平，给予 15x12PE 和 10x13PE，估值结果 4.5 元。
 - ◆ 燃气集团 12-15 年将保持年均复合 35%以上的高增速，因此我们给予燃气业务 25x13PE 和 18x14PE，估值结果 5.75-7.38 元。
 - ◆ 考虑可比公司深圳燃气市值约为 173 亿，按照公司增发后 27 亿股本测算，价格约为 6.5 元。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B